

Influência de Recursos na Persistência do Desempenho Econômico Superior das Empresas Brasileiras de Capital Aberto

Autoria: Geraldo Alemandro Leite Filho, Francisval de Melo Carvalho

Resumo

O objetivo principal da pesquisa foi mensurar os efeitos da Tangibilidade e Intangibilidade de Ativos na persistência do desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto. Os fundamentos teóricos residiram na teoria de recursos ou Visão Baseada em Recursos (VBR) que defende como principal causa da persistência de desempenho econômico das empresas, a existência de recursos valiosos, raros e de difícil imitação. No referencial teórico, foram conceituados desempenho econômico superior persistente e vantagem competitiva sustentável das firmas. Quanto à metodologia da pesquisa, classificou-se como descritiva com avaliação quantitativa de dados secundários. Foram coletadas informações trimestrais de uma amostra de 370 empresas brasileiras de capital aberto, em 19 setores, do banco de dados da Consultoria Econômica, no período correspondente entre o 1º trimestre de 1999 ao 3º trimestre de 2010. As amostras foram subdivididas em empresas com vantagem e desvantagem competitiva. O método para análise dos dados foi a regressão de dados em painel dinâmico. Os modelos usados foram estimações por Método dos Momentos Generalizados. A variável dependente foi o Valor Econômico e Específico da firma e as variáveis independentes a medida de Intangibilidade (Q de Tobin) e a medida de Tangibilidade (Varbook). Os resultados gerais da pesquisa revelaram que não foi possível afirmar que a tangibilidade e intangibilidade de recursos causasse persistência de desempenho econômico superior nas empresas brasileiras de capital aberto, principalmente quando se analisam todas as firmas da amostra, independentemente dos setores de atuação das mesmas. Por outro lado, os resultados apontaram efeitos da tangibilidade e intangibilidade na persistência do desempenho econômico das firmas de alguns setores da economia. Nas empresas dos setores de Construção Civil, Energia Elétrica, Mineração, Minerais Não metálicos, Outros, Química e Telecomunicações a intangibilidade contribuiu para aumentar o desempenho econômico acima da média das empresas destes setores. Já nas empresas dos setores de Alimentos e bebidas, Comércio, Construção, Petróleo e Gás, Química, Têxtil e Veículos e Peças, a intangibilidade reduziu o desempenho econômico abaixo da média das empresas destes setores. A influência da tangibilidade na sustentabilidade do desempenho econômico superior da firma foi também bastante variada entre os setores da economia. Para as empresas do setor de Mineração, a tangibilidade contribuiu para aumentar o desempenho econômico acima da média. Nas empresas destes setores, a tangibilidade foi fator de vantagem competitiva sustentável. Nas empresas dos setores de Alimentos e bebidas, Comércio, Máquinas e Equipamentos, Minerais não metálicos, Química, Siderurgia e Veículos e Peças, a tangibilidade contribuiu para reduzir o desempenho econômico acima da média das firmas. Nas empresas destes setores, a tangibilidade foi fator de desvantagem competitiva sustentável. Concluiu-se que os efeitos da tangibilidade e intangibilidade na persistência do desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto diferem entre os setores da economia.

1. Introdução

1.1. Contextualização

O estudo do desempenho de empresas sempre despertou interesse de acadêmicos e pesquisadores das áreas de economia e negócios. Pode-se dizer que é consensual a constatação da heterogeneidade das organizações, o que tem gerado ao longo dos anos, a busca pela explicação de quais fatores poderiam determinar as causas destas diferenças.

Conseqüentemente, a heterogeneidade das firmas reflete na variabilidade de seus resultados econômico-financeiros.

Uma das correntes que explica a heterogeneidade de desempenho por meio de atributos internos das empresas é a Teoria dos recursos ou Visão Baseada em Recursos (VBR). A VBR pressupõe a variabilidade de desempenho entre as firmas como resultante das particularidades individuais, especificamente da forma como as empresas gerenciam e usam estrategicamente os seus ativos (BARNEY, 1991).

Para Wernerfelt (1984), os recursos apresentam características de tangibilidade e intangibilidade. Vinculados às empresas como ativos estratégicos, podem promover vantagem competitiva às firmas, representando aumentos nos indicadores de desempenho econômico-financeiro das empresas.

Parte-se do pressuposto que a tangibilidade e intangibilidade de recursos são os principais geradores de riqueza para as organizações. Entende-se que o objetivo estratégico de uma empresa é a maximização do seu valor econômico para se perpetuar no longo prazo e ser atrativa do ponto de vista de novos investimentos.

Com base nas argumentações apresentadas, o objetivo principal da pesquisa foi mensurar os efeitos da Tangibilidade e Intangibilidade de recursos na persistência do desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto sob a perspectiva teórica da Visão Baseada em Recursos (VBR).

Com o intuito de atingir o objetivo geral da pesquisa, foram definidos os seguintes objetivos específicos: a) Mensurar os efeitos da tangibilidade no desempenho econômico superior e persistente das empresas brasileiras de capital aberto; b) Mensurar os efeitos da intangibilidade no desempenho econômico superior e persistente das empresas brasileiras de capital aberto; c) Verificar se os efeitos da tangibilidade no desempenho econômico superior e persistente das empresas brasileiras de capital aberto difere entre os setores da economia; d) Verificar se os efeitos da intangibilidade no desempenho econômico superior e persistente das empresas brasileiras de capital aberto difere entre os setores da economia.

1.2. Hipóteses da pesquisa

Os fundamentos teóricos do presente trabalho residem na teoria de recursos ou Visão Baseada em Recursos (VBR) que defende como principal causa da variação de desempenho econômico das empresas, os recursos e fatores organizacionais internos. Neste sentido, assume-se como suposição central, que a heterogeneidade de desempenho econômico das firmas teria associação com os recursos organizacionais (WERNERFELT, 1984; BARNEY, 1991).

Evidências teórico-empíricas sugerem a capacidade dos recursos intangíveis em gerar vantagem competitiva, traduzida em desempenho superior para as empresas (LEV 2001; CARMELI, TISHLER, 2004; BIANCHI, LABORY, 2004; OMAKI, 2005; COHEN, 2005; PEREZ, FAMÁ, 2006; KAYO et al, 2006; HITCHNER, 2006; ENSSLIN, CARVALHO, 2009; SPITZER, 2007; OLSEN et al 2008; TEH et al, 2008; ENSSLIN et al., 2009; COLAUTO et al, 2009). Para a VBR, o grau de intangibilidade dos recursos das firmas, caracterizados pela dificuldade de negociação, substituição ou imitação, destaca-se como característica especial que dá às empresas detentoras destes ativos, desempenho econômico superior persistente (BARNEY, 1991; PETERAF, 1993).

AVBR ainda suporta a proposição de que a vantagem competitiva sustentável proporcionada às firmas pelos recursos intangíveis sofre efeitos dos setores de atuação na economia. Estudos concluíram que a variabilidade de desempenho econômico das firmas diferia significativamente por indústria, setores e grupos na economia (SCHMALENSEE, 1985; RUMELT, 1991; MAURI, MICHAELS, 1998; HAWAWINI et al, 2003; BRITO,

VASCONCELOS, 2004; GONÇALVES, QUINTELA, 2005). A explicação para tal fato está na concepção de que alguns ativos intangíveis por serem de naturezas variadas, distribuídos em diferentes indústrias, são importantes para alguns setores e irrelevantes para outros. Com base nestes argumentos, foram definidas as seguintes hipóteses:

H₁: A intangibilidade de recursos proporciona desempenho econômico superior e persistente nas empresas brasileiras de capital aberto;

H₂: A influência da intangibilidade no desempenho econômico superior e persistente das empresas, quando existente, difere entre os setores da economia.

Além dos efeitos da intangibilidade, investigaram-se também os efeitos da tangibilidade de recursos no desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto. Trabalhos anteriores têm indicado que decisões de investimentos de capital (tangíveis) produziram aumentos positivos no valor de mercado das ações das firmas (ANTUNES, PROCIANOY, 2003; LYRA, OLINQUEVITCH, 2007). Há ainda evidências empíricas de que a tangibilidade de recursos pode gerar desempenho econômico superior persistente às firmas (GAVA, PROCIANOY, 2006; MARCELINO et al, 2006; LUCCHESI, FAMÁ, 2007; BHANA, 2008; SURESH et al, 2010).

Para a VBR, as estratégias usadas pelas empresas na gestão de recursos tangíveis determinariam a heterogeneidade de desempenho entre as firmas bem como diferenças significativas de desempenho econômico entre os setores de atuação das mesmas (BARNEY, 1991; PETERAF, 1993). Com base nas argumentações acima descritas, foram definidas as seguintes hipóteses:

H₃: A tangibilidade de recursos proporciona desempenho econômico superior e persistente nas empresas brasileiras de capital aberto

H₄: A influência da tangibilidade no desempenho econômico superior e persistente das empresas, quando existente, difere entre os setores da economia.

2. Desempenho superior persistente e vantagem competitiva sustentável

A vantagem competitiva sustentável está relacionada à obtenção e manutenção de desempenho superior por longos períodos de tempo e de forma que não possa ser superado pelos concorrentes e competidores (BHARADWAJ et al, 1993; VARADARAJAN, JAYACHANDRAN, 1999; LARENTIS, 2005). Assim, a sustentabilidade da vantagem competitiva equivale ao conceito de desempenho econômico superior persistente (BRITO, VASCONCELOS, 2004).

Day e Reibstein (1997) observam que a criação e sustentabilidade da vantagem competitiva é um processo repetitivo, de longo prazo, com exigências contínuas para investimentos e energia para gerenciamento e previsões. Os autores defendem como fontes de vantagens competitivas sustentáveis os ativos tangíveis e intangíveis, que na realização das vantagens posicionais geram aumentos nos resultados econômicos, na satisfação dos clientes, na parcela de mercado e nos lucros.

Para Barney (2002), a evidência de que uma empresa possua vantagem competitiva sustentável é a presença de um desempenho econômico consistente durante vários períodos acima da média das outras empresas. O autor observa ainda que o fato da vantagem competitiva ser considerada sustentável não significa que ela durará para sempre, mas apenas que não será igualada ou superada pelos esforços da concorrência. Segundo Barney, uma empresa possui uma vantagem competitiva sustentável quando se está implementando uma estratégia de criação de valor econômico que não está sendo simultaneamente usada por concorrentes ou competidores e estes não conseguem copiar os benefícios desta estratégia.

Peteraf (1993) vinculou o desempenho econômico superior à noção de vantagem competitiva no quadro conceitual da VBR. Definiu ainda as condições necessárias para os

recursos gerarem vantagem competitiva sustentável para as empresas: a) **Heterogeneidade**: condição na qual uma empresa detém um recurso que possui características de valor superior à concorrência. Decorre da escassez destes recursos superiores no mercado, dos diferentes níveis de eficiência e das restrições de disponibilidade; b) **Mobilidade imperfeita**: são considerados nesta condição se não forem comercializáveis. Esta característica permite a manutenção dos lucros dentro da empresa (PETERAF, 1993); c) **Limites ex ante a competição**: esta característica condiciona a obtenção de lucros via recursos superiores a um custo inferior ao valor econômico que eles proporcionarão; d) **Limites ex post a competição**: esta característica de imitabilidade e substituíbilidade imperfeitas permite a empresa sustentar os lucros proporcionados pelos recursos superiores, agregando valor econômico ao negócio. Tais características impõe limites à competição por tais recursos, protegendo-os com mecanismos de isolamento tais como: direitos de propriedade, assimetrias informacionais, ambigüidade causal, economias de escala dentre outros (PETERAF, 1993).

A incapacidade dos competidores ou concorrentes imitarem os recursos das empresas é a tese central da VBR. Pressupõe que os recursos devem possibilitar desempenho econômico superior, tornando-se fontes de vantagem competitiva (FAHY, SMITHEE, 1999).

Contudo, nem todos os recursos das empresas serão estratégicos, e, portanto, fontes de vantagem competitiva. Há de se observar que a vantagem competitiva só ocorrerá quando existirem as condições apresentadas por Peteraf (1993), principalmente a heterogeneidade e imobilidade. Desta forma, recursos heterogêneos e imóveis têm se tornado mais propensos a gerar e sustentar vantagem competitiva para as firmas (SCANDELARI, CUNHA, 2009).

A seguir apresenta-se a trajetória metodológica utilizada na investigação.

3. Abordagem metodológica

O presente estudo caracterizou-se como uma pesquisa descritiva com avaliação quantitativa de dados secundários. Para composição dos indicadores necessários à construção das variáveis da pesquisa, informações econômico-financeiras e contábeis das empresas brasileiras de capital aberto foram coletadas do banco de dados da Consultoria Econômica, em períodos trimestrais, do 1º trimestre de 1999 ao 3º trimestre de 2010. Os valores monetários foram deflacionados pelo índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) para 30 de setembro de 2010.

O universo da pesquisa englobou 653 empresas distribuídas em 21 setores classificados conforme critérios da Consultoria Econômica. Foram excluídas as empresas pertencentes aos setores Instituições Financeiras e Fundos por apresentarem particularidades contábeis. Retirou-se também da amostra empresas que apresentaram Patrimônio Líquido negativo, por julgar apresentarem sérios problemas financeiros e empresas que apresentaram menos do que dezesseis trimestres de informações, por entender que as mesmas não fecharam o mínimo de um ciclo de negócios, pautando-se na proposição de Rumelt (1991). Assim, a amostra foi composta de 370 empresas com informações válidas, distribuídas em 19 setores da economia.

A variável dependente da pesquisa, o Valor Econômico Específico da firma (VEE), representa proposição de medida de desempenho econômico superior das empresas. Baseou-se na idéia do Lucro Específico da Firma de Villalonga (2004), diferindo-se deste indicador por apresentar perspectiva econômica de criação de valor. Considera a agregação marginal de valor econômico de uma empresa, em um determinado período de tempo. O VEE foi calculado pela diferença do Valor Econômico Agregado da empresa *i* no setor *j*, no período *t* menos o Valor Econômico Agregado médio das empresas do setor *j* que a empresa faz parte no período *t*. O VEE pode ser definido então como um indicador de avaliação da vantagem ou

desvantagem competitiva da firma em comparação com os seus concorrentes ou competidores dentro de um mesmo setor de atuação na economia.

As variáveis independentes foram as medidas de intangibilidade e tangibilidade de recursos das empresas. Calculou-se a intangibilidade de recursos da firma pelo Q de Tobin, baseada nos trabalhos de Villalonga (2004) e Carvalho (2009). O Q de Tobin pode ser definido como a razão entre Valor de Mercado da Firma e o Custo de Reposição de seus Ativos Físicos. O método utilizado neste artigo para estimar o valor do Q de Tobin relacionou o valor de mercado mais as dívidas totais divididos pelo total de ativos da firma.

A medida da tangibilidade dos recursos da firma, (Varbook) foi fundamentada no modelo de Daniel e Titman (2006). O valor da variação da tangibilidade da firma i no ano t é calculado considerando o logaritmo da variação do patrimônio líquido (PL) da firma i no ano $t-1$ para o ano t .

Como critérios de validade e confiabilidade das informações, julgaram-se a credibilidade, reputação, integridade e experiência da fonte de dados, por meio do conhecimento de outras pesquisas que se utilizaram da base da Consultoria Econômica no Brasil, além de ser empregada por analistas de mercado para tomada de decisões sobre empresas. O método para análise dos dados foi à regressão de dados em painel. Dados em Painel ou dados longitudinais são caracterizados por possuírem observações em duas dimensões que em geral são o tempo e o espaço (GUJARATI, 2006). Estes tipos de dados contêm informações que possibilitam uma melhor investigação sobre a dinâmica das mudanças nas variáveis, tornando possível considerar o efeito das variáveis não-observadas. Outra vantagem é a melhoria na inferência dos parâmetros estudados, pois propicia mais graus de liberdade e maior variabilidade na amostra em comparação com dados em cross-section ou em séries temporais, o que refina a eficiência dos estimadores econométricos (WOOLDRIDGE, 2003).

Para verificar se a tangibilidade e intangibilidade proporcionou desempenho econômico superior e persistente nas empresas brasileiras de capital aberto foi utilizado regressões de dados em painel com modelos dinâmicos. Os modelos dinâmicos incluem, entre as variáveis independentes, defasagens da variável dependente. Assim, com o modelo dinâmico, pode-se medir o efeito ao longo do tempo, das variáveis independentes sobre a variável independente, além de permitir observar a velocidade do ajuste do modelo por meio dos coeficientes das variáveis defasadas consideradas (ARELLANO, BOND, 1991; BALTAGI, 2005).

O caráter dinâmico entre as variáveis pode ser capturado pelo modelo de estimadores a partir do Método dos Momentos Generalizados (GMM). Os modelos dinâmicos de dados em Painel, a partir do GMM, são definidos pela presença da variável dependente defasada (*lags*) dentre os regressores. A consideração explícita do elemento dinâmico permite controlar para a possível existência de correlação entre os valores passados da variável dependente e os valores contemporâneos das demais variáveis explicativas, eliminando, assim, potenciais fontes de viés dos estimadores associadas com esse tipo de correlação (BALTAGI, 2005).

Apesar de se ter conseguido 370 empresas com dados válidos, nem todas apresentaram todas as informações suficientes para calcular todos os indicadores e variáveis da pesquisa. Houve uma ausência de alguns dados em determinados períodos, causando “buracos” no banco de dados, fazendo com que se optasse por um painel de dados desbalanceado em detrimento a um painel equilibrado. Contudo, os dados foram suficientes para testar as hipóteses da pesquisa e responder aos seus objetivos por meio da criação dos modelos e variáveis, a seguir apresentados.

Para se verificar a influência da intangibilidade na persistência do desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto, utilizou-se a modelagem de

regressão por meio de painel dinâmico de Arellano e Bond (1991) pelo método dos momentos generalizados (GMM). Assim, o modelo pode ser expresso a seguir:

$$VEE_{it} = \alpha_i + \beta_0 * VEE_{it-1} + \beta_1 * Q_{it} + \sum_{j=1}^j \beta_2 * VEE_{it-1} * Q_{it} * D_j + \mu_i + \eta_{it}$$

com $i = 1, \dots, N$ e $t = 1, \dots, T$.

Com relação à verificação de que se a tangibilidade de recursos proporcionaria persistência de desempenho econômico superior para as firmas brasileiras de capital aberto, foi utilizado painel dinâmico com estimações por GMM, cuja equação pode ser descrita a seguir:

$$VEE_{it} = \alpha_i + \beta_0 * VEE_{it-1} + \beta_1 * Varbook_{it} + \sum_{j=1}^j \beta_2 * VEE_{it-1} * VarBook_{it} * D_j + \mu_i + \eta_{it}$$

com $i = 1, \dots, N$ e $t = 1, \dots, T$.

em que:

VEE_{it} = Valor Econômico Específico da firma, medida de desempenho econômico superior;

VEE_{it-1} = Valor Econômico Específico da firma defasado em um período;

Q_{it} = Q de Tobim, medida de intangibilidade de recursos da firma;

$Varbook_{it}$ = Medida de tangibilidade de recursos da firma;

β_0 = captura a persistência do desempenho econômico;

β_1 = captura o efeito da intangibilidade ou tangibilidade de recursos no desempenho econômico;

β_2 = captura o efeito da intangibilidade ou tangibilidade de recursos na persistência do desempenho, nos setores da economia.

D_j = variáveis *dummies* para os setores da economia ($j = 19$);

μ_i = efeito específico da firma que não varia com o tempo;

η_{it} = termo de erro da firma;

4. Resultados e discussão

Antes de se processarem as regressões, foram efetuados testes de especificação da variável dependente (VEE) e variáveis independentes (Q de Tobim e Varbook). Utilizaram-se testes de estacionaridade para dados em painel propostos por Levin, Lin e Chu (LLC) que assume processo comum de raiz unitária e os testes de Im, Pesaran e Shin (IPS) e de Dickey-Fuller Aumentado (ADF) que assume processo individual de raiz unitária. Os testes foram realizados para as séries em nível, utilizando-se o critério de seleção para o número de defasagens de Hannan-Quinn. Os resultados, utilizando o Software Eviews, indicaram que todas as variáveis consideradas foram estacionárias em pelo menos um dos testes, a um nível de 1% de significância. Assim, pode-se afirmar que as variáveis foram estacionárias não apresentando efeitos individuais presentes.

Processou-se também o teste de causalidade de Granger, investigando-se a capacidade da variável dependente ajudar na previsão do comportamento das variáveis independentes. Para dados em painel, foi processado o teste de Wald, com os critérios de três defasagens, usando o software Eviews. Os resultados aceitaram a hipótese de não causalidade entre as variáveis, ao nível de significância de 1 %, indicando que não há causalidade bidirecional entre as variáveis da pesquisa, podendo se proceder às análises dos modelos de regressão.

Foram verificadas ainda as condições de multicolinearidade, autocorrelação serial e heterocedasticidade para dados em painel (GUJARATI, 2006). O teste utilizado para detectar a multicolinearidade foi o VIF (*Variance Inflator Fator*). Os resultados, utilizando o

Software Stata, apontaram para não existência de multicolinearidade nas variáveis independentes da pesquisa.

Para testar a autocorrelação serial dos dados em painel, foi utilizado o teste de Wooldridge (2003), que é utilizado para identificar a presença de autocorrelação entre os resíduos da regressão. O teste para verificação de heterocedasticidade de dados em painel foi o teste de Wald Modificado de Greene (GUJARATI, 2006). Os resultados encontrados nos testes dos modelos de regressão dos dados em painel indicaram a presença de autocorrelação e heterocedasticidade a uma significância estatística de 1 %. Com base nestes resultados, as regressões foram processadas corrigindo-se a autocorrelação serial e heterocedasticidade de dados em painel por meio de estimações com erro padrão robusto ajustado. A opção por erro padrão robusto ajustado foi baseada na sugestão de Windmeijer (2005). Segundo o autor, com esse cuidado é possível utilizar o GMM de dois passos (eficiente) e realizar a inferência estatística de maneira segura. Esses erros-padrão robustos levam em conta o fato que no estimador de dois passos se utiliza uma estimativa dos coeficientes de interesse, tornando a estimação robusta.

Para se verificar se a tangibilidade e intangibilidade de ativos proporcionou desempenho econômico superior e sustentável nas firmas brasileiras de capital aberto, dividiu-se a amostra inicial em três sub amostras. A primeira sub amostra, denominada de amostra completa, contemplou as mesmas empresas usadas nos modelos de regressão de dados em painel estático, com a diferença de um período de tempo (46 trimestres), por defasar a variável dependente (VEE) em um período (t-1). A segunda sub amostra, denominada de vantagem competitiva, englobou 225 empresas que apresentaram pelo menos uma seqüência de quatro anos ou dezesseis trimestres consecutivos com desempenho econômico superior, VEE acima da média do setor ao qual a empresa faz parte. A terceira sub amostra, denominada de desvantagem competitiva, totalizou 235 empresas que apresentaram pelo menos uma seqüência de quatro anos ou dezesseis trimestres consecutivos com desempenho econômico inferior, VEE abaixo da média do setor ao qual a empresa faz parte.

Ressalta-se que, em função da variabilidade do indicador de desempenho econômico superior das firmas da amostra ao longo dos 47 trimestres, observou-se que várias empresas foram classificadas nas sub amostras de vantagem e desvantagem competitiva ao mesmo tempo, diferindo apenas em unidades de tempo, uma vez que poderiam passar por períodos com desempenho econômico acima e abaixo da média de desempenho econômico do setor.

4.1. Influência da intangibilidade no desempenho econômico superior e persistente das firmas brasileiras

Os resultados das estimações por painel dinâmico das três sub amostras do Valor Econômico Específico da firma (VEE) contra o Valor Econômico Específico da firma defasado (VEEdef-1), variável de Intangibilidade de ativos (Q de Tobin), variáveis de interação da intangibilidade com o valor econômico específico da firma defasado e dummies dos setores da economia (Q x VEEdef-1 x D) são apresentados na tabela 1.

Ao se processarem as estimativas, verificou-se que o modelo de regressão como um todo, para as três amostras, apresentou-se consistente ($\text{Prob} > \text{Chi}^2 = 0.000$). Além disso, o teste de autocorrelação AR^2 aceitou a hipótese nula de ausência de autocorrelação serial de segunda ordem, tendo obtido o valor-p de 0,1087 para a amostra completa, 0,1234 para amostra de empresas com vantagem competitiva e 0,1549 para amostra de empresas com desvantagem competitiva, mostrando indícios de validade do modelo. Não se processou o teste de Sargan pelo motivo de utilizar regressão de dados em painel dinâmico com erro padrão robusto ajustado.

Os resultados obtidos da amostra completa (Tabela 1) evidenciaram que o coeficiente que mede a persistência do desempenho econômico superior $VEEDef(-1)$ apresentou-se positivo e significativo a 1 %, denotando que a percentagem do total do desempenho econômico superior em qualquer período antes do período t que permanece no período t é significativa e positiva, portanto, há influência do $VEEdef(-1)$ no desempenho econômico superior quando se avalia a intangibilidade na amostra completa. A persistência média observada foi de 86,83 %, conforme coeficiente da variável $VEEDef(-1)$ para a intangibilidade.

Os resultados da persistência do desempenho econômico superior nas outras sub amostras (empresas com vantagem e desvantagem competitiva) apresentaram coeficiente negativo e significativo a 1 %, indicando influência significativa, mas com efeito contrário do $VEEdef(-1)$ no desempenho econômico superior.

Na amostra completa, a variável de intangibilidade apresentou coeficiente negativo e significativo (10 %), evidenciando que a intangibilidade diminui a persistência do desempenho econômico superior. Para as sub amostras Vantagem e Desvantagem Competitiva, a variável de intangibilidade apresentou-se não significativa, denotando não haver relação entre a intangibilidade e a persistência do desempenho para as empresas pertencentes a estas sub amostras.

Os resultados para as três sub amostras indicaram que a intangibilidade de recursos não foi um fator que contribuiu significativamente para a sustentabilidade do desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto, sugerindo refutar a hipótese H_1 , que propôs a intangibilidade como provedora de desempenho econômico superior e persistente para as firmas.

Ao se analisarem as sub amostras de empresas separadamente por setores da economia, para a Amostra Completa foi percebido que todos os coeficientes β_{2j} das interações (Q x $VEEdef-1$ x D) apresentaram coeficientes negativos e significativos a 1 %, revelando relação inversa do efeito setor na persistência do desempenho econômico superior das firmas. Assim, a intangibilidade contribuiu para reduzir, de forma diferenciada por setores, a persistência do desempenho econômico superior das empresas.

Para os dados da sub amostra Vantagem Competitiva, os resultados da análise dos efeitos setoriais na persistência do desempenho econômico superior apresentou diferenças. Foi verificado coeficiente positivo e significativo para empresas dos setores de Construção (1%), Energia Elétrica (5%), Mineração (1%), Minerais Não Metálicos (5%), Outros (10%), Química (5%) e Telecomunicações (5%). Para empresas destes setores, a intangibilidade foi fator que contribui para a persistência do desempenho, medido pelo Valor Econômico Específico. Nos demais setores desta sub amostra não houve efeito da persistência da intangibilidade no desempenho econômico superior das firmas, pois apresentaram coeficientes não significativos.

Na amostra Desvantagem Competitiva, foram verificados resultados distintos das duas sub amostras anteriores, no que diz respeito aos efeitos setoriais. Verificou-se coeficientes negativos e significativos nos setores de Alimentos e bebidas (10%), Comércio (10%), Construção (10%), Petróleo e Gás (1%), Química (10%), Têxtil (5%) e Veículos e Peças (5%). O sinal negativo do coeficiente β_{2j} indicou que a intangibilidade de ativos das firmas desses setores contribuiu para reduzir a persistência do desempenho econômico abaixo da média nas empresas destes setores. Nos demais setores, foram observados coeficientes não significativos, denotando não influência da intangibilidade no desempenho econômico superior.

Tabela 1 - Influência da Intangibilidade na persistência do Valor Econômico Específico da firma (VEE) – período 1999 a 2010

	Amostra completa		Vantagem competitiva		Desvantagem competitiva	
	Coefficiente	Erro Padrão	Coefficiente	Erro Padrão	Coefficiente	Erro Padrão
Intercepto	0.5644854	0.3490964	0.6756404**	0.3213754	-0.0277352	0.3303769
VEEDef (-1)	0.8682944***	0.0751974	-0.4281822***	0.0612684	-0.1778781***	0.062978
Q de Tobim	-0.058596*	0.031374	-0.0126461	0.0154035	0.0004017	0.0137787
Q x VEEDef x Agro	-0.6446543***	0.1283221	0.0815659	0.0613063	0.0894391	0.0951342
Q x VEEDef x Alim. Bebidas	-0.7915748***	0.123681	-0.1044433	0.0854272	-0.1434214*	0.0735936
Q x VEEDef x Comércio	-0.3869497***	0.1009466	-0.0114322	0.0422806	-0.1146697*	0.058861
Q x VEEDef x Construção	-0.672191***	0.0592773	0.1781447***	0.050714	-0.1889227*	0.0991631
Q x VEEDef x Eletroeletrônicos	-0.4871669***	0.1385319	-0.0242638	0.1048158	-0.0343645	0.0572058
Q x VEEDef x Energia Elétrica	-0.7290546***	0.0760897	0.0749786**	0.038394	-0.054335	0.0428711
Q x VEEDef x Máquinas	-0.6835026***	0.2069312	-0.0875793	0.0725812	-0.0256607	0.083114
Q x VEEDef x Mineração	-0.5560574***	0.1605136	0.1289932***	0.0343215	-0.3482705	0.2458272
Q x VEEDef x Min. não metálicos	-0.5681514***	0.0845373	0.2723322**	0.1207896	0.0390579	0.0381803
Q x VEEDef x Outros	-0.5121203***	0.0666847	0.0483942*	0.0247929	-0.0607055	0.0421613
Q x VEEDef x Papel e Celulose	-0.9717539***	0.0893588	0.0306097	0.0687011	-0.0157697	0.1255353
Q x VEEDef x Petróleo e Gás	-0.7726087***	0.130271	0.0997996	0.0707188	-0.3292174***	0.108989
Q x VEEDef x Química	-0.6896724***	0.0799346	0.1388338**	0.067264	-0.2107942*	0.1096747
Q x VEEDef x Siderurgia	-0.6835819***	0.1255303	0.0629009	0.0824926	-0.0102629	0.0343146
Q x VEEDef x Software e Dados	-0.33069***	0.0890386	0.0511457	0.042891	-0.0246175	0.0328619
Q x VEEDef x Telecomunicações	-0.8399035***	0.0647374	0.1395339**	0.0572664	-0.0608329	0.0748263
Q x VEEDef x Têxtil	-0.8898458***	0.1374768	0.0613086	0.0540367	-0.246858**	0.1041084
Q x VEEDef x Transportes	-0.3869195***	0.0573965	0.0079917	0.0431405	-0.0470029	0.0583358
Q x VEEDef x Veículos e Peças	-0.6992252***	0.0751887	-0.0396336	0.0582368	-0.1922934**	0.0906483
Prob > chi2	0.0000		0.0000		0.0000	
Número de empresas	370		225		235	
Teste AR ² (prob)	0.1087		0.1234		0.1549	

Fonte: Estimacões feitas pelo autor utilizando o software Stata 11.0.

Variável dependente: Valor Econômico Específico (VEE), estimacão por Painel dinâmico Arellano-Bond (GMM) com erro padrão ajustado

* Significativo a 10 %

** Significativo a 5 %

*** Significativo a 1 %

Observando o resultado de todos os coeficientes β_{2j} em todas as sub amostras, sugere-se que a intangibilidade de recursos influenciou de forma heterogênea a persistência do desempenho econômico superior das firmas nos diversos setores da economia, dando indícios para aceitar a hipótese H_2 , que propôs que a influência da intangibilidade de recursos no desempenho econômico superior e persistente das firmas, diferia entre os diversos setores da economia.

Em função dos coeficientes negativos verificados no indicador de intangibilidade na amostra completa e dos coeficientes não significativos nas outras amostras, não se pode afirmar que a intangibilidade proporcionou desempenho econômico superior e persistente nas empresas brasileiras de capital aberto.

Considerando ainda a análise dos efeitos dos setores da economia na persistência do desempenho econômico superior, foram verificadas diferenças nos coeficientes β_{2j} nas três amostras, dando indícios de que há um efeito setor e que a intangibilidade influencia de forma diferenciada a sustentabilidade do desempenho econômico superior das empresas da amostra. No caso das empresas com vantagem competitiva, os resultados mostraram que, em alguns setores, a intangibilidade favoreceu a persistência de desempenho econômico superior. Nas empresas com desvantagem competitiva, a intangibilidade, em alguns setores, favoreceu a redução dos resultados econômicos abaixo da média. Tais observações corroboraram a posição de autores de que a intangibilidade apresenta diferenças setoriais, sendo relevantes fontes de vantagem competitiva sustentável para empresas de determinados setores e irrelevantes para outras de setores não correlatos (SCHMALENSEE, 1985; RUMELT, 1991; HAWAWINI et al, 2003; BRITO, VASCONCELOS, 2004; GONÇALVES, QUINTELA, 2005; CARVALHO, 2009).

Diferenças de resultados também foram observadas entre as três amostras com relação à influência da intangibilidade na persistência do desempenho. Observou-se que o coeficiente β_0 , que mede a persistência do desempenho econômico superior das firmas, apresentou significância estatística de 1 % em todas as três amostras, mas com intensidade diferente (sinal negativo) para as amostras de empresas com vantagem e desvantagem competitiva.

Outra diferença foi verificada na variável que mede a intangibilidade. Para a amostra completa apresentou coeficiente negativo e significativo a 10 % e não significância para as amostras de empresas com vantagem e desvantagem competitiva. Tais resultados dão indícios de que os resultados das estimações com amostra completa são mais robustos do que para as amostras de empresas com vantagem e desvantagem competitiva. Tal robustez pode ser evidenciada quando se comparam os setores da economia, pois todos os β_{2j} da amostra completa apresentaram coeficientes significativos a 1 %.

Comparando com estudos correlatos, os resultados diferiram do trabalho de Villalonga (2004) no qual a autora verificou a intangibilidade como fonte de vantagem competitiva sustentável de empresas norte americanas. Por outro lado, corroboraram Carvalho (2009) no qual o autor refutou a idéia de que intangibilidade proporciona desempenho superior sustentável para as firmas brasileiras.

A seguir foi verificada a influência da tangibilidade na sustentabilidade de desempenho econômico das firmas da amostra.

4.2. Influência da tangibilidade no desempenho econômico superior e persistente das firmas brasileiras.

Os resultados das estimações por painel dinâmico, das três sub amostras, do Valor Econômico Específico da firma (VEE) contra o Valor Econômico Específico da firma defasado (VEEdef-1), variável de tangibilidade de ativos (Varbook), variáveis de

interação da tangibilidade com o valor econômico específico da firma defasado e dummies dos setores da economia (Varbook x VEEdef-1 x D) são apresentados na tabela 2.

Foram utilizadas estimações de Arellano-Bond de duas fases pelo método dos momentos generalizados com erro padrão robusto ajustado por meio do Software Stata 11.0 para as três amostras propostas.

Ao se processarem as estimativas, verificou-se que o modelo de regressão como um todo, para as três amostras, apresentou-se consistente (Prob>Chi²=0.000). Além disso, o teste de autocorrelação AR² aceitou a hipótese nula de ausência de autocorrelação serial de segunda ordem, tendo obtido o valor-p de 0,4360 para a amostra completa, 0,5592 para amostra de empresas com vantagem competitiva e 0,3921 para amostra de empresas com desvantagem competitiva, sugerindo validade do modelo. Não se processou o teste de Sargan pelo motivo de utilizar regressão de dados em painel dinâmico com erro padrão robusto ajustado.

Pela análise dos resultados obtidos da amostra completa (Tabela 2) o coeficiente que mede a persistência do desempenho econômico superior (VEEdef-1) apresentou-se com coeficiente positivo e significativo a 5 % para a amostra completa, evidenciando que a percentagem do desempenho econômico superior da firma em qualquer período antes do período t que permanece no período t é significante. Para a amostra completa, a persistência média observada foi de 40,31 %. Por outro lado, nas outras duas sub amostras a tangibilidade mostrou-se não significativa na persistência do desempenho econômico superior das firmas.

A variável de tangibilidade (Varbook), para amostra completa, apresentou coeficiente negativo e significativo a 1 %. Este indicador revelou que a tangibilidade de ativos das firmas reduziram a persistência do desempenho econômico para as empresas da amostra completa, dando indícios de que a tangibilidade de ativos não é fator de sustentabilidade de desempenho econômico para as empresas. Nas outras duas amostras, tal variável não apresentou significância estatística, sendo assim sem efeitos significativos no desempenho econômico superior e persistente das firmas. Tais resultados sugerem a refutação da hipótese H₃ de que a tangibilidade de recursos proporciona desempenho econômico superior e persistente nas empresas brasileiras de capital aberto. Pressupõe-se que a sustentabilidade do desempenho econômico superior das empresas brasileiras se deve a outros fatores não especificados nos modelos de regressão.

A influência da tangibilidade no desempenho econômico superior e persistente das firmas, em diferentes setores da economia, foi observada por meio dos coeficientes β_{2j} das interações (Varbook x VEEdef-1 x D). Para os dados da amostra completa, observou-se que as variáveis de todos os setores apresentaram coeficientes negativos e significativos (1 %), excluindo-se os setores de Mineração e Software e Dados que se apresentaram com coeficientes não significativos. Tais resultados corroboram a existência do efeito setor na heterogeneidade da persistência do desempenho econômico superior das firmas. Para as empresas de tais setores, a tangibilidade de ativos reduziu a persistência do desempenho econômico, medido pelo VEE, sugerindo que a tangibilidade não foi um fator que contribuiu para a sustentabilidade do desempenho econômico superior das empresas.

Ainda pelos dados da tabela 2, verificou-se que os coeficientes β_{2j} diferiram em níveis de intensidade e significância entre os setores e entre as três sub amostras. Na amostra vantagem competitiva, foi observado coeficiente positivo e significativo a 1 % apenas no setor de Mineração, indicando que neste setor a tangibilidade foi fator de persistência do desempenho econômico das firmas. Coeficientes negativos e significativos foram identificados nos setores Outros (10%), Química (5%) e Siderurgia (10%) revelando que a tangibilidade de recursos contribuiu para reduzir a persistência do desempenho econômico das empresas pertencentes a estes setores.

Tabela 2 - Influência da Tangibilidade na persistência do Valor Econômico Específico da firma (VEE) – período 1999 a 2010

	Amostra completa		Vantagem competitiva		Desvantagem competitiva	
	Coeficiente	Erro Padrão	Coeficiente	Erro Padrão	Coeficiente	Erro Padrão
Intercepto	0.8215294	0.6461005	-1.511572	1.951143	-0.314178	0.516143
VEEDef (-1)	0.4030695**	0.1608635	0.4297786	0.5663912	-0.0294403	0.2281475
Varbook	-0.0968824***	0.0226569	0.0732144	0.0656064	-0.0104278	0.0327864
Q x VEEDef x Agro	-0.254101***	0.0642313	-0.23282070	0.2081316	-0.0607572	0.0766102
Q x VEEDef x Alim. Bebidas	-0.1424967***	0.0372927	-0.3415711	0.207522	-0.136841**	0.0595438
Q x VEEDef x Comércio	-0.1488407***	0.0375915	-0.2451505	0.2108095	-0.1333416**	0.0595402
Q x VEEDef x Construção	-0.1602919***	0.0563653	1.509622	1.169622	-0.0671605	0.054041
Q x VEEDef x Eletroeletrônicos	-0.2098136***	0.0605485	-0.2939781	0.2927937	-0.0905408	0.0639565
Q x VEEDef x Energia Elétrica	-0.1278326***	0.0324148	-0.1355121	0.1280342	-0.0659604	0.0459841
Q x VEEDef x Máquinas	-0.2464791***	0.0557557	-0.0875793	0.0725812	-0.1561504*	0.091307
Q x VEEDef x Mineração	-0.0851365	0.0570328	0.1289932***	0.0343215	-0.2704141***	0.047619
Q x VEEDef x Min. não metálicos	-0.1610254***	0.0445156	-0.7837185	1.051384	-0.1640064***	0.0629513
Q x VEEDef x Outros	-0.1561266***	0.0384938	-0.257315*	0.1409512	-0.079523	0.0587155
Q x VEEDef x Papel e Celulose	-0.152193***	0.0343896	-0.1891849	0.115758	-0.0652679	0.0569839
Q x VEEDef x Petróleo e Gás	-0.1875235***	0.0389891	-0.4216998	0.4099681	-0.0058011	0.0504045
Q x VEEDef x Química	-0.1400917***	0.0362089	-0.2962025**	0.1539876	-0.1138532**	0.0585657
Q x VEEDef x Siderurgia	-0.1615706***	0.0403619	-0.2193113*	0.1330834	-0.1204326**	0.0626943
Q x VEEDef x Software e Dados	omitida		omitida		omitida	
Q x VEEDef x Telecomunicações	-0.136571***	0.0358415	-0.1094152	0.1143762	-0.0443497	0.048736
Q x VEEDef x Têxtil	-0.1775112***	0.0466006	-0.1494247	0.1717196	-0.0823971	0.0671588
Q x VEEDef x Transportes	-0.1490871***	0.0378018	0.2050282	0.3817317	-0.0588225	0.0624123
Q x VEEDef x Veículos e Peças	-0.1591103***	0.0517687	-0.3744128	0.3828287	-0.1017796*	0.0545723
Prob > chi2	0.0000		0.0198		0.0000	
Número de empresas	370		225		235	
Teste AR ² (prob)	0.4360		0.5592		0.3921	

Fonte: Estimacões feitas pelo autor utilizando o software Stata 11.0.

Variável dependente: Valor Econômico Específico (VEE), estimacão por Painel dinâmico Arellano-Bond (GMM) com erro padrão ajustado

* Significativo a 10 %

** Significativo a 5 %

*** Significativo a 1 %

Na amostra desvantagem competitiva, observou-se coeficientes negativos e significativos nos setores de Alimentos e Bebidas (5%), Comércio (5%), Máquinas (10%), Mineração (1%), Minerais não metálicos (1%), Química (5%), Siderurgia (5%) e Veículos e peças (10%). Para empresas destes setores, a tangibilidade de ativos contribuiu para redução da persistência do desempenho econômico abaixo da média do setor. Os demais setores não apresentaram significância estatística, portanto, sem efeitos da tangibilidade na persistência de desempenho.

Os resultados da influência da tangibilidade na persistência do desempenho das empresas da amostra sugeriram a confirmação da hipótese H_4 , pois a influência da tangibilidade na sustentabilidade do desempenho econômico superior das firmas, quando existente, foi bastante variada entre os setores da economia e entre as três sub amostras apresentadas. Assim, confirmou-se que a influência da tangibilidade no desempenho econômico superior e persistente das empresas difere entre os setores da economia.

Comparando com estudos correlatos, os resultados corroboraram o trabalho de Carvalho et al (2010) no qual o autor refutou a idéia de que a tangibilidade proporciona desempenho superior sustentável para as firmas brasileiras.

De uma maneira geral, os resultados dos modelos de painel dinâmico de dados, demonstraram que a tangibilidade e a intangibilidade não foram significativas para sustentar o desempenho das empresas, quando se consideram todas as empresas da amostra sem separá-las por setores. Sendo assim, nesta situação, não foram fontes de vantagem competitiva sustentável, refutando Day e Reibsten (1997). Tais resultados sugerem que outros fatores, além dos indicadores de tangibilidade e a intangibilidade, poderiam ser responsáveis por sustentar o desempenho econômico superior das firmas brasileiras de capital aberto.

Do ponto de vista da VBR, a rejeição das hipóteses de que, tanto a tangibilidade quanto a intangibilidade de ativos não proporcionaram persistência de desempenho econômico superior para todas as empresas da amostra poderia demonstrar que, na gestão dos recursos, estariam violando as condições de escassez, imobilidade e inegociabilidade de Peteraf (1993), pressupostos essenciais para geração e sustentabilidade de desempenho econômico.

Outra explicação para a rejeição destas hipóteses pode residir na idéia de que nem todos os recursos da empresa são estratégicos, ou seja, fontes de vantagem competitiva. Sugere-se que os recursos, quando estratégicos, são por setores e não na totalidade das empresas da economia. Tal tese é reforçada pelas posições de Larentis (2005), Scanderali e Cunha (2009) que defendem que o efeito positivo dos recursos na sustentabilidade do desempenho econômico depende do tipo da empresa e do setor de atuação da mesma no mercado, tornando o recurso estratégico para seus fins econômicos.

A variabilidade de resultado, observada da influência da tangibilidade e intangibilidade de ativos na persistência do desempenho econômico das firmas, quando se consideram os setores da economia, pode ser também explicada pelo fato de que as empresas em diferentes setores podem possuir um conjunto de recursos mais apropriados às suas demandas, gerando heterogeneidade na sustentabilidade do desempenho econômico entre os setores de atuação das empresas na economia (BARNEY, 1991; PETERAF, 1993).

5. Conclusão, sugestões e limitações do estudo

O objetivo principal da pesquisa foi mensurar os efeitos da Tangibilidade e Intangibilidade de Ativos na persistência do desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto sob a perspectiva teórica da visão baseada em recursos (VBR).

Os resultados gerais da pesquisa revelaram que não foi possível afirmar que a tangibilidade e intangibilidade de recursos causasse persistência de desempenho econômico superior nas empresas brasileiras de capital aberto, principalmente quando se analisam todas as firmas da amostra, independentemente dos setores de atuação das mesmas. Tais resultados geraram indícios de que a persistência do desempenho econômico superior das empresas da amostra, quando existente, poderia ser influenciado por outras variáveis não capturadas pelo modelo.

A intangibilidade influenciou de forma diferenciada a sustentabilidade do desempenho econômico superior das empresas da amostra quando separadas por setores de atuação na economia. Nas empresas dos setores de Construção Civil, Energia Elétrica, Mineração, Minerais Não metálicos, Outros, Química e Telecomunicações a intangibilidade contribuiu para aumentar o desempenho econômico acima da média das empresas destes setores. Já nas empresas dos setores de Alimentos e bebidas, Comércio, Construção, Petróleo e Gás, Química, Têxtil e Veículos e Peças, a intangibilidade reduziu o desempenho econômico abaixo da média das empresas destes setores. Conclui-se que, para as empresas destes setores, a intangibilidade foi fator de vantagem competitiva sustentável. Tais observações corroboraram a posição de autores de que a intangibilidade apresenta diferentes efeitos setoriais, sendo relevantes fontes de vantagem competitiva sustentável para empresas de determinados setores e irrelevantes para outras de setores não correlatos.

A influência da tangibilidade na sustentabilidade do desempenho econômico superior da firma foi também bastante variada entre os setores da economia. Para as empresas do setor de Mineração, a tangibilidade contribuiu para aumentar o desempenho econômico acima da média. Nas empresas destes setores, a tangibilidade foi fator de vantagem competitiva sustentável. Nas empresas dos setores de Alimentos e bebidas, Comércio, Máquinas e Equipamentos, Minerais não metálicos, Química, Siderurgia e Veículos e Peças, a tangibilidade contribuiu para reduzir o desempenho econômico acima da média das firmas. Nas empresas destes setores, a tangibilidade foi fator de desvantagem competitiva sustentável. Conclui-se que os efeitos da tangibilidade na persistência do desempenho econômico superior das empresas brasileiras de capital aberto diferem entre os setores da economia.

Do ponto de vista acadêmico, sugere-se que novas pesquisas sejam feitas com outros indicadores para medição de tangibilidade e intangibilidade das firmas bem como variáveis de posicionamento e localização estratégica e seus efeitos no desempenho econômico superior e persistente das empresas brasileiras com vistas a corroborar ou refutar os resultados da presente investigação.

Do ponto de vista gerencial, os resultados podem servir para nortear os gestores das empresas nas decisões de investimentos e na gestão de recursos. Para empresas de determinados setores, os investimentos em ativos tangíveis podem ser mais adequados para persistência de desempenho econômico superior. Noutros setores, ativos intangíveis podem ser mais adequados para isto. A gestão das empresas deve levar em conta as particularidades específicas das empresas nos seus setores de atuação.

Como limitações da pesquisa, observou-se: a) O problema da baixa liquidez do mercado acionário brasileiro, pois ao se utilizarem informações tais como o valor de mercado das firmas, a baixa liquidez pode provocar distorções nos resultados, dificultando as interpretações; b) A falta de critérios uniformes de contabilização e apresentação nas demonstrações contábeis de itens que poderiam ser proxies para cálculos alternativos de intangibilidade de ativos, tais como marcas e patentes, pesquisa e desenvolvimento, intangíveis, dentre outros, presentes nas normas contábeis de outros países, levaram a opção pelos métodos de mensuração de intangibilidade e

tangibilidade utilizados no trabalho; c) Os critérios adotados para cálculo da variável dependente da pesquisa podem apresentar alguma limitação por se usarem valores estimados para todas as firmas da amostra, principalmente no cálculo do Valor Econômico Específico das firmas.

6. Referências

ANTUNES, M. A.; PROCIANOY, J. L. Os efeitos das decisões de investimentos das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. **Revista de Administração da USP - RAUSP**, São Paulo, v. 38, n. 1, p.5-14, jan./fev./mar. 2003.

ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **Review of Economic Studies**, Bristol, v.58, n. 2, p.277-297, Apr. 1991

BALTAGI, B. H. **Econometric analysis of panel data**. Chichester: Wiley, 2005.

BARNEY, J. B. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, v. 17, n.1, p. 99-120, mar. 1991.

BARNEY, J. **Gaining and sustaining competitive advantage**. 2.ed. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2002, 570 p.

BHANA, N. The market reaction to capital expenditure announcements. **Investment Analysts Journal**, n. 68, p. 53-64, 2008.

BHARADWAJ, S. G.; VARADARAJAN, P. R; FAHY, J. Sustainable competitive advantage in service industries: a conceptual model and research propositions. **Jornal of Marketing**, Stillwater, v. 57, n.1, p. 83-99, feb. 1993.

BIANCHI, P., LABORY, S. **The economic importance of intangible assets**. Burlington (England): Ashgate Publish Company, 2004. 202 p.

BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. A Heterogeneidade do Desempenho, suas Causas e o Conceito de Vantagem Competitiva: Proposta de uma Métrica. **Revista de Administração Contemporânea – RAC**. Edição Especial, p.107-129, 2004.

CARMELI, A.; TISHLER, A. The relationships between intangible organizational elements and organizational performance. **Strategic Management Journal**, v. 25, n. 13, p. 1257-1278, dec. 2004.

CARVALHO, F. de M. **Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho superior e persistente de firmas brasileiras**. 2009. 119 f. Tese (Doutorado em Administração) Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2009.

COHEN, J. A. **Intangible assets: valuation and economic benefit**. New York (EUA): Jhon Wiley & Sons Inc., 2005. 162 p.

COLAUTO, D. C.; NASCIMENTO, P. S.; AVELINO, B. C.; BISPO, O. N. A. Evidenciação de ativos intangíveis não adquiridos nos relatórios da administração das companhias listadas nos níveis de governança corporativa da BOVESPA. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 20, n. 1, p. 142-169, 2009.

DANIEL, K.; TITMAN, S. Market reactions to tangible and intangible information. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 4, p. 1605-1643, 2006.

- DAY, G. S.; REIBSTEIN, D. J. **Wharton on dynamic competitive strategy**. New York: JhonWiley & Sons, 1997, 480 p.
- ENSSLIN, S. R.; COUTINHO, I. G.; REINA, D.; ROVER, S.; RITA, C. Grau de intangibilidade e retorno sobre investimentos: um estudo entre as 60 maiores empresas do índice Bovespa. **Ciências Sociais em Perspectiva** (Impresso), v. 8, p. 101-118, 2009.
- ENSSLIN, S. R.; CARVALHO, F. N. Voluntary disclosure of intellectual capital in the brazilian context: an investigation informed by the international context. **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, v. 4, n. 4/5, p. 478-500, 2007.
- FAHY, J.; SMITHEE, A. Strategic Marketing and the Resource Based View of the Firm. **Academy of Marketing Science Review**, v. 10, n. 1, p. 1-21, 1999.
- GAVA, A. M. ; PROCIANOY, J. L. Decisões de financiamento da empresa: um estudo de evento do seu impacto no mercado de capitais a partir de sua efetivação. In: ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 6., 2006, Vitória. **Anais...** Vitória: Sociedade Brasileira de Finanças, 2006. CD ROM.
- GONÇALVES, A. R.; QUINTELA, R. H. Contribuição dos fatores internos e externos para o desempenho das empresas brasileiras e sua evolução na última década. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 29, 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: ANPAD, 2005. CD ROM.
- GUJARATI, D. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, 840 p.
- HAWAWINI, G.; SUBRAMANIAN, V.; VERDIN, P. Is performance driven by industry – or firm – specific factors? A new look at the evidence. **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 24, n.1, p.1-16, 2003.
- HITCHNER, J. R. **Financial valuation: application and models**. 2. ed. New York (EUA): Jhon Wiley & Sons Inc., 2006, 1336 p.
- KAYO, E. K.; KIMURA, H.; MARTIN, D. M. L.; NAKAMURA, W. T. Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. **Revista de Administração Contemporânea – RAC**, v. 10, n. 3, p. 73-90, jul./set. 2006.
- LARENTIS, F. **Relacionamento como fonte de vantagem competitiva sustentável: um estudo entre fabricantes de móveis e lojas exclusivas**. 2005. 118 p. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2005.
- LEV, B. **Intangibles: management, measurement, and reporting**. Washington: Brookings Institution Press, 2001, 216 p.
- LUCCHESI, E. P.; FAMÁ, R. O impacto das decisões de investimento das empresas no valor de mercado das ações negociadas na Bovespa no período de 1996 a 2003. **Revista de Administração da USP - RAUSP**, São Paulo, v.42, n.2, p.249-260, abr./maio/jun. 2007.
- LYRA, R.; OLINQUEVITCH, J. Análise do conteúdo informacional dos investimentos em ativos imobilizados: um estudo de eventos em empresas negociadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil - RUC**, Blumenau, v. 3, n. 2, p. 39-53, mai./ago. 2007.
- MARCELINO, A. P. F.; MATSUSHITA, A. K.; HATIMINE, R.; SILVEIRA, A. D. M.. O Impacto das Decisões de Investimento das Empresas sobre o Valor de Mercado das suas ações.

- In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO - SEMEAD, 9, 2006, São Paulo. **Anais...São Paulo**, 2006. CD ROM.
- MAURI, A.J.; MICHAELS, M.P. Firm and industry effects within strategic management: an empirical examination. **Strategic Management Journal**, n. 19, p. 211-219, 1998.
- OLSEN, M., ZHAO, J., PIZAM, A. **Handbook of hospitality strategic management**. First Edxition. New York (EUA): Elsevier, 2008. 488 p.
- OMAKI, E.T. Recursos intangíveis e desempenho em grandes empresas brasileiras: avaliações dos recursos intangíveis como estimador de medidas de desempenho financeiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 29, 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: ANPAD, 2005. CD ROM.
- PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, n. 40, p. 7-24, jan./abr. 2006.
- PETERAF, M.A. The cornerstones of competitive advantage: A resource-based view. **Strategic Management Journal**, v. 14, n.3, p. 179-191, mar. 1993.
- RUMELT, R. P. How much does industry matter? **Strategic Management Journal**, v. 12, n. 3, p. 167-185, 1991.
- SCANDERALI, V. do R. N.; CUNHA, J. C. da. Fontes de vantagem competitiva sustentável para empresas da construção civil – uma análise segundo a perspectiva da visão baseada em recursos. ENCONTRO DE ESTUDOS EM ESTRATÉGIA – 3Es, 4, 2009. ANPAD. **Anais...** Recife, 2009, Cd Rom.
- SCHMALENSEE, R. Do markets differ much? **American Economic Review**, n. 75, p. 341-351, jun. 1985.
- SPITZER, D. R. **Transforming performance measurement**: Rethinking the way we measure and drive organizational success. New York (EUA): AMACON, 2007. 288 p.
- SURESH, S.; THENMOZHI, M.; VIJAYARAGHAVAN, P. **Stock market reaction to corporate strategic decisions**. 2010. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=873987>. Acesso em: 10 ago. 2010.
- TEH, C. C.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Marcas, patentes e criação de valor. **Revista de Administração Makenzie**, v. 9, n.1, p. 86-106, 2008.
- VARADARAJAN, P. R.; JAYACHANDRAN, S. Marketing strategy: An assessment of the state of the field and outlook. **Academy of Marketing Science Journal**, v.27, n. 2, p. 120-143, 1999.
- VILLALONGA, B. Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 54, n. 2, p. 205-230, jun. 2004.
- WERNERFELT, B. A resource-based view of the firm. **Strategic Management Jornal**, v.5, n.2, p. 171-179, abr-jun, 1984.
- WINDMEIJER, F. A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. **Jornal of Econometrics**. v. 126, n.1, p. 25-51, 2005.
- WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria**: uma abordagem moderna. São Paulo: Thomson, 2006. 708 p.